

经营趋稳，环比改善

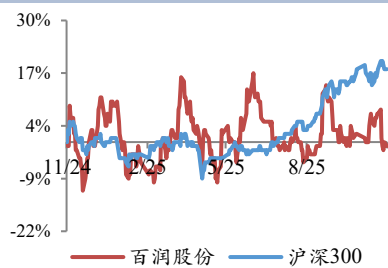
——百润股份 25Q3 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-11-04

收盘价（元）	25.14
近 12 个月最高/最低（元）	31.70/22.28
总股本（百万股）	1,049
流通股本（百万股）	723
流通股比例（%）	68.93
总市值（亿元）	264
流通市值（亿元）	182

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

分析师：韦香怡

执业证书号：S0010525060001

邮箱：weixiangyi@hazq.com

相关报告

1. 【华安食饮&消费】百润股份 24Q4&25Q1：库存积极去化，威士忌招商可期 2025-05-04

主要观点：

● 公司发布 2025Q3 季报：

- **25Q3**：收入 7.81 亿元（+2.99%），归母净利润 1.60 亿元（-6.76%），扣非归母净利润 1.61 亿元（-5.37%）。
- **25Q1-Q3**：收入 22.70 亿元（-4.89%），归母净利润 5.49 亿元（-4.35%），扣非归母净利润 5.17 亿元（-7.93%）。

● 收入：预调酒企稳改善，威士忌稳步推进

- 25Q3 公司酒类业务/香精营收分别同比+1.5%/+14.5%，25Q1-Q3 酒类业务/香精营收分别同比-5.9%/+2.5%，酒类业务企稳转正、改善趋势清晰。其中，我们预计酒类业务中，微醺收入相对稳健，新品果冻酒&轻享 Q3 顺利贡献新增量；威士忌业务前置储备充分，当前处于渠道拓展/招商铺市阶段，期待稳步起量。

● 利润：推新扰动费率

- 25Q3 公司毛利率为 70.2%，同比维稳；销售/管理/研发/财务费率分别同比+3.24/0.53/+0.05/-0.08pct 至 26.70%/6.69%/3.06%/0.75%；销售费率扰动主因预调酒和威士忌推新导致费用阶段性增加，及威士忌部分资本开支的摊销影响。综上，公司 25Q3 净利率同比-2.14pct 至 20.52%，期待短期扰动影响减退后，盈利重回上升通道。

● 投资建议：维持“买入”评级

➤ 我们的观点：

展望 26 年，公司看点①预调酒趋稳+推新，重回高质量发展；②威士忌招商铺市有序推进，渠道终端数量有望进一步提升，带动整体稳步发展。期待公司持续改善。

盈利预测：

考虑到行业压力仍存，结合公司预调酒业务稳健经营，以及威士忌招商进展，我们调整盈利预测，预计 2025-27 年公司实现营业收入 30.56/35.20/40.69 亿元（原预测值为 34.34/39.07/45.04 亿元），同

比增长 0.3%/15.2%/15.6%；实现归母净利润 7.29/8.53/10.06 亿元（原预测值为 8.07/9.46/11.15 亿元），同比增长 1.3%/17.1%/17.9%；当前股价对应 PE 分别为 36/31/26 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

需求不及预期，新品拓展不及预期，市场竞争加剧，原材料成本超预期上涨。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3048	3056	3520	4069
收入同比（%）	-6.6%	0.3%	15.2%	15.6%
归属母公司净利润	719	729	853	1006
净利润同比（%）	-11.2%	1.3%	17.1%	17.9%
毛利率（%）	69.7%	70.2%	70.5%	70.7%
ROE（%）	15.3%	14.5%	15.4%	16.5%
每股收益（元）	0.69	0.69	0.81	0.96
P/E	40.59	35.91	30.66	26.01
P/B	6.27	5.19	4.74	4.29
EV/EBITDA	25.60	20.79	18.07	15.49

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	3463	3156	3345	3809	营业收入	3048	3056	3520	4069
现金	1931	1954	1932	2163	营业成本	924	911	1039	1193
应收账款	260	221	244	271	营业税金及附加	177	168	194	224
其他应收款	31	31	35	41	销售费用	750	764	876	997
预付账款	18	23	21	18	管理费用	204	202	232	269
存货	1043	654	745	856	财务费用	26	37	38	40
其他流动资产	180	274	367	461	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	4656	4989	5359	5593	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	2	0	0	0
固定资产	2925	3282	3556	3794	营业利润	923	922	1080	1277
无形资产	480	570	660	650	营业外收入	2	4	4	0
其他非流动资产	1251	1136	1143	1149	营业外支出	2	1	1	0
资产总计	8119	8144	8704	9402	利润总额	923	925	1083	1277
流动负债	2299	1876	1918	2013	所得税	207	199	233	275
短期借款	1042	1042	1042	1042	净利润	716	726	850	1002
应付账款	546	316	303	331	少数股东损益	-3	-2	-3	-3
其他流动负债	710	517	573	640	归属母公司净利润	719	729	853	1006
非流动负债	1123	1220	1256	1292	EBITDA	1163	1268	1461	1693
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.69	0.69	0.81	0.96
其他非流动负债	1123	1220	1256	1292					
负债合计	3422	3096	3174	3305					
少数股东权益	10	8	5	2					
股本	1049	1048	1048	1048					
资本公积	1728	1710	1710	1710					
留存收益	1909	2283	2767	3337					
归属母公司股东权	4687	5041	5525	6095					
负债和股东权益	8119	8144	8704	9402					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	成长能力				
经营活动现金流	673	1240	1105	1328	营业收入	-6.6%	0.3%	15.2%	15.6%
净利润	716	726	850	1002	营业利润	-9.9%	-0.2%	17.2%	18.2%
折旧摊销	216	306	340	376	归属于母公司净利	-11.2%	1.3%	17.1%	17.9%
财务费用	40	85	87	88	获利能力				
投资损失	-2	0	0	0	毛利率(%)	69.7%	70.2%	70.5%	70.7%
营运资金变动	-259	102	-169	-139	净利率(%)	23.6%	23.8%	24.2%	24.7%
其他经营现金流	939	646	1017	1141	ROE(%)	15.3%	14.5%	15.4%	16.5%
投资活动现金流	-883	-649	-707	-610	ROIC(%)	10.5%	10.5%	11.4%	12.4%
资本支出	-836	-707	-707	-610	偿债能力				
长期投资	-50	0	0	0	资产负债率(%)	42.1%	38.0%	36.5%	35.2%
其他投资现金流	3	58	0	0	净负债比率(%)	72.8%	61.3%	57.4%	54.2%
筹资活动现金流	230	-568	-420	-488	流动比率	1.51	1.68	1.74	1.89
短期借款	151	0	0	0	速动比率	0.99	1.20	1.18	1.25
长期借款	0	0	0	0	营运能力				
普通股增加	0	-1	0	0	总资产周转率	0.40	0.38	0.42	0.45
资本公积增加	-16	-18	0	0	应收账款周转率	12.81	12.71	15.13	15.78
其他筹资现金流	95	-549	-420	-488	应付账款周转率	1.77	2.11	3.35	3.76
现金净增加额	19	23	-22	230	每股指标(元)				
					每股收益	0.69	0.69	0.81	0.96
					每股经营现金流薄)	0.64	1.18	1.05	1.27
					每股净资产	4.47	4.81	5.27	5.81
					估值比率				
					P/E	40.59	35.91	30.66	26.01
					P/B	6.27	5.19	4.74	4.29
					EV/EBITDA	25.60	20.79	18.07	15.49

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

分析师：韦香怡，食品饮料行业分析师，5年食品饮料行业研究经验，主要覆盖啤酒、饮料、茶饮等行业。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。